

2016年12月20日 全13頁

2017年の日本経済見通し

景気は緩やかな回復を見込むが、海外発の下振れリスクは残存

エコノミック・インテリジェンス・チーム
執行役員 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸
シニアエコノミスト 長内 智
エコノミスト 岡本 佳佑
エコノミスト 小林 俊介
エコノミスト 齋藤 勉
エコノミスト 前田 和馬
田中 誠人

[要約]

- 経済見通しを改訂：2016年7-9月期GDP二次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2016年度が前年度比+1.3%（前回：同+1.1%）、2017年度が同+0.9%（同：同+0.9%）である。先行きの日本経済は、①実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③経済対策の実施、などの国内要因が下支え役となり、緩やかに回復する見通しである。ただし、米国大統領選挙におけるトランプ氏の勝利が、主に①円高、②株安、③世界経済の減速、という波及経路を通じて日本経済に負の影響を与えるリスクがある。（→詳細は、熊谷亮丸他「第191回 日本経済予測（改訂版）<訂正版>」（2016年12月16日）参照）。
- 企業の海外投資行動に見られる特徴と国内への波及効果：日本経済の潜在成長率と期待成長率が低水準にとどまる中、企業は海外展開に成長の活路を見出している。国内法人与海外現地法人の投資行動を分析すると、合理的な戦略の下、国内の設備投資を絞り、アジアや北米に資源を振り向けていることが分かる。また、足下では実質GDPと実質GNIの乖離が大きくなっている。これは、交易条件の改善に加えて、企業の海外投資の進展に伴い海外現地法人からの所得が国内に還流していることによるものである。2015年度の実績値に基づくと、海外利益の国内還流による押し上げ効果は、雇用者報酬が3.2兆円、名目個人消費が2.4兆円程度と試算される。
- 日本経済のリスク要因：今後の日本経済のリスク要因としては、①トランプ氏の政策、に加えて、②中国経済の下振れ、③米国の「出口戦略」に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクおよび政治リスクを背景とする「リスクオフ」、⑤英国のEU離脱交渉や欧州金融機関のデレバレッジ、の5点に留意が必要だ。

1. 経済見通しを改訂

日本経済は緩やかな回復を見込む

2016年7-9月期GDP二次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2016年度が前年度比+1.3%（前回：同+1.1%）、2017年度が同+0.9%（同：同+0.9%）である。先行きの日本経済は、①実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③経済対策の実施、などの国内要因が下支え役となり、緩やかに回復する見通しである。ただし、米国大統領選挙におけるトランプ氏の勝利が、主に①円高、②株安、③世界経済の減速、という波及経路を通じて日本経済に負の影響を与えるリスクがある。とりわけ中長期的には、同氏の勝利を受けて、世界経済の先行き不透明感が強まり、グローバルな金融市場において、リスクオフによる世界的な株安や急速なドル安の動きが生じる可能性もあるだろう。（→詳細は、熊谷亮丸他「第191回 日本経済予測（改訂版）＜訂正版＞」（2016年12月16日）参照）。

実質GDP成長率は一次速報から下方修正

2016年7-9月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+1.3%（前期比+0.3%）と、一次速報（前期比年率+2.2%、前期比+0.5%）から下方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+2.3%、前期比+0.6%）を下回った。今回の改定は、ややネガティブな結果となったものの、その主因が、在庫の振れと後述する大改定に伴う短期的な下振れの影響だと考えられることから、過度に悲観する必要はないだろう。実質GDPの基調を見ると、日本経済は「踊り場」局面から持ち直しの動きが出ているという当社の見方を再確認させる内容だと評価できる。

2016年7-9月期GDP二次速報では、①第一次年次推計（旧確報）、②基準改定（2005年基準から2011年基準へ移行）、③国民経済計算（SNA）の国際基準の変更（1993SNAから2008SNAへ移行）、という3つの変更が重なる大改定が行われた。ただし、当社の景気の基調判断、経済見通しへの影響は限定的であった。

先行きも緩やかな回復を見込むが、下振れリスクは併存

先行きの日本経済は、基調として緩やかな拡大傾向が続く見込みである。しかし、引き続き内需に力強さが欠けている点には留意しておく必要がある。外需寄与は緩やかな拡大を続ける見通しであるが、仮に世界経済の先行き不透明感が強まることとなれば、内需が停滞する中、日本経済を下押しするリスク要因となる。米国ではFEDが12月14日に利上げを決定したことから、米国経済の減速や利上げに伴う新興国からの資金流出などが危惧される。また、トランプ氏の政策次第では、リスクオフによる世界的な株安や急速なドル安の動きに警戒する必要があるだろう。

個人消費は緩やかながら拡大基調が続くと見込んでいる。労働需給は引き続きタイトであり、このことが雇用者報酬の増加を通じて個人消費を下支えするとみられる。また、当面は、物価の影響を考慮した実質賃金が堅調に推移していることも個人消費の追い風となる。一方、トランプ氏の大統領選勝利後に大幅な円安と素材価格の上昇が進み、OPEC総会での減産合意を受けて原油価格が上昇に転じたことなどから、消費者物価が緩やかな上昇基調へと転じる可能性が生じている。足下の生鮮食品の値上がりに加えて、輸入製品を中心に消費者物価が上昇するこ

とになれば、家計が節約志向を一層強めるリスクがある点に注意したい。

住宅投資は緩やかに減速するとみている。低水準で推移する住宅ローン金利は引き続き住宅投資の下支え要因となろう。しかし、2017年4月に予定されていた消費税増税前の駆け込み需要を見込んだ都市部のマンションを中心とした住宅着工は今後減少することが予想され、それに遅れる形で住宅投資も減少し始めると予想している。

設備投資は横ばい圏での推移を予想する。労働需給が引き続きタイトな中、特に非製造業において、人手不足に対応した合理化・省人化投資が期待できる。一方、依然として力強さを欠く内需や夏場までの円高などを背景に、製造業を中心として企業収益に頭打ち感が見られており、企業が設備投資に対する慎重姿勢を維持している点には注意が必要だ。

公共投資については、年度末に向けて持ち直しの動きが見られるだろう。経済対策が盛り込まれた第2次補正予算が成立したことを受け、今後徐々に公共投資が押し上げられる見込みである。

輸出に関しては、海外経済が緩やかな成長を続ける中、消費財の輸出を中心に底堅く推移するとみている。財輸出を地域別に見ると、雇用環境の改善や金融緩和の効果等を背景に、各地で個人消費が堅調に推移しており、米国、EU、アジア向けの消費財輸出は底堅く推移するとみている。一方、米国では企業収益の伸びが低位にとどまっているほか、アジアでは鉄鋼業などを中心に過剰設備の調整が必要とされており、資本財や素材については輸出の不振が継続する公算が大きい。

日本経済のリスク要因：中国経済の動向を中心に

今後の日本経済のリスク要因としては、①トランプ氏の政策、に加えて、②中国経済の下振れ、③米国の「出口戦略」に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクおよび政治リスクを背景とする「リスクオフ」、⑤英国のEU離脱交渉や欧州金融機関のデレバレッジ、の5点に留意が必要だ。このうち②について、当社の中国に対する見方は「短期＝楽観。中長期＝悲観」である。中国経済を取り巻く状況を極めて単純化すれば、「1,000兆円弱の過剰融資」「550兆円以上の過剰資本ストック」に対して、中国政府が600兆円から800兆円規模の財政資金で立ち向かう、という構図だ。中国経済の底割れは当面回避されるとみているが、中長期的なタイムスパンでは大規模な資本ストック調整が発生するリスクを警戒すべきであろう。

日銀の金融政策

日銀は、現在の金融政策を当面維持する見通しである。2016年9月に導入した新たな金融政策の枠組みの下、デフレとの長期戦を見据えて、インフレ目標の柔軟化などが課題となろう。

2. 日本経済のメインシナリオ：2017年にかけて緩やかな回復を見込む

2.1 海外経済に底入れの兆し

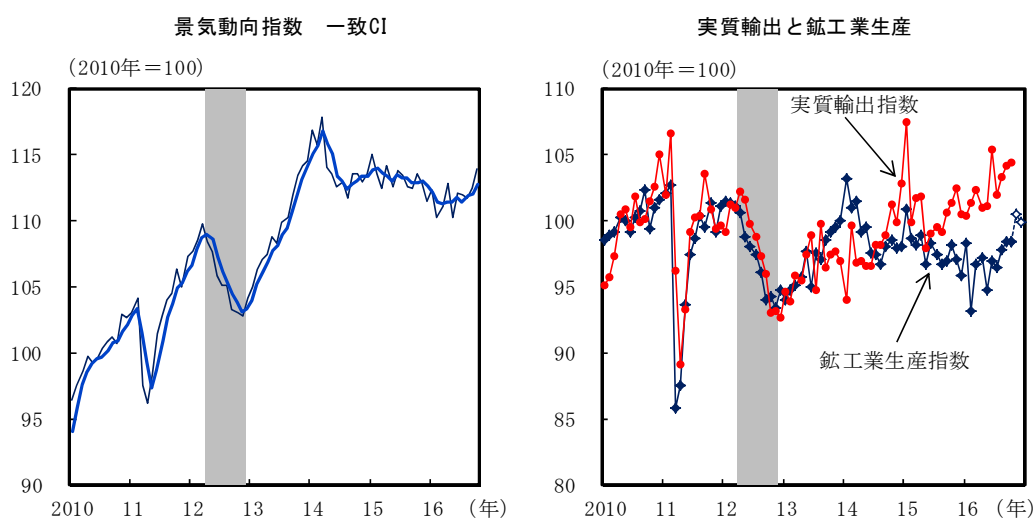
日本経済は「踊り場」脱却の可能性

足下の日本経済は、依然として「踊り場」局面を抜け出せずにいる。**図表1**は、わが国の景気動向指数（一致CI）、実質輸出、鉱工業生産の動向を示したものである。景気動向指数（一致CI）は、大きく腰折れする状況にこそないものの、2015年半ば以降、弱い動きが継続している。同様に、鉱工業生産も緩やかな減少トレンドが続いてきた。しかし、足下では実質輸出の底入れなどを背景として、先行きの生産計画には持ち直しの兆しが見られる。

輸出底入れの背景としては、①雇用環境の改善を受け米国の消費財需要が堅調であること、②大胆な金融緩和の効果などによる欧州における内需の回復、③減速傾向が強まっていた中国経済を中心とした海外経済の底入れ観測、が挙げられる。このうち③については、後述するように、当面慎重にみておく必要がある。また、2016年11月8日に即日開票された米国大統領選挙において、当初は劣勢とみられていた共和党のドナルド・トランプ氏が勝利した点についても注視しておく必要がある。同氏は選挙戦の中で、他国の通貨安を牽制するなど、内向き志向の政策を掲げていたためである。とりわけ中長期的には、同氏の勝利を受けて、世界経済の先行き不透明感が強まり、グローバルな金融市場において、リスクオフによる世界的な株安や急速なドル安の動きが生じる可能性もあるだろう。

先行きの日本経済は、しばらく「踊り場」局面が続いた後、緩やかに回復する見通しだ。外需については米国・中国を中心とする海外経済の下振れリスクが残存していることには注意が必要だが、内需については、①実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③経済対策の実施、などの要因が下支え役となろう。強弱材料が入り交じる状況下で、日本経済の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想している。

図表1：一致CI、実質輸出と鉱工業生産



(注) シェードは景気後退期。景気動向指数の太線は3ヶ月移動平均値。

鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。

(出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省統計より大和総研作成

2.2 国内需要は緩やかながらも回復方向へ

マクロの賃金増加は個人消費を下支え

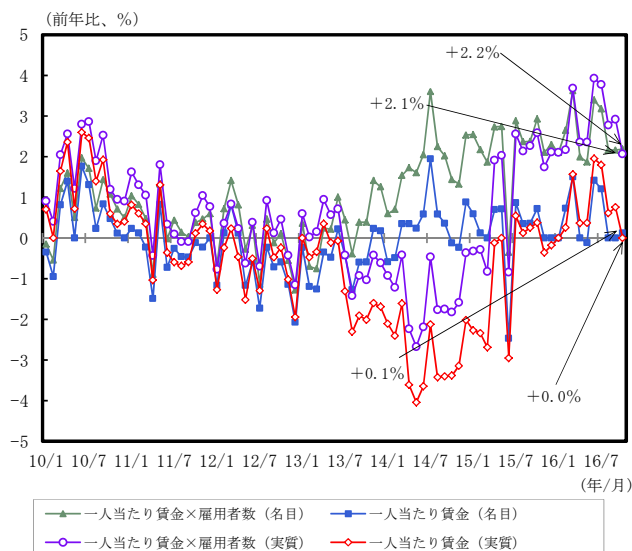
本節では、今後の国内需要の先行きについて考察したい。まず個人消費については、賃金が増加基調に転じていることが下支え要因となり、緩やかながらも増加が続くと考えられる。

図表 2 を見ると、足下の一人当たり賃金（実質）は前年を上回る推移が定着していることが確認できる。消費税増税に伴う物価上昇の影響により 2014 年度は大幅な低下が続いたものの、2015 年度に入り、こうした物価上昇の影響が剥落したことに加え、2014 年以降の原油価格の下落が足下の物価に対して大きな下押し圧力を及ぼしていることが、実質賃金の押し上げに寄与している。これら物価面での好材料に加えて、労働需給のタイト化やベースアップを背景に、名目賃金が上向きの動きを続けていることも、一人当たり実質賃金の上昇を助長している。

また、日本経済にとってより一層重要な指標である、「マクロの賃金（＝一人当たり賃金×雇員数（実質）」を見ると、足下では前年比+2%を超える伸びになっている。非製造業を中心とする企業の労働需要の増加を反映して、雇員数が持続的に増加し、それがマクロの賃金を押し上げるという構図が続いているのだ。さらに、マクロの賃金の絶対水準を確認すると、2014 年後半以降上昇傾向にあり、現在の水準は 2012 年 12 月の第 2 次安倍政権の成立時を上回っている（**図表 3**）。

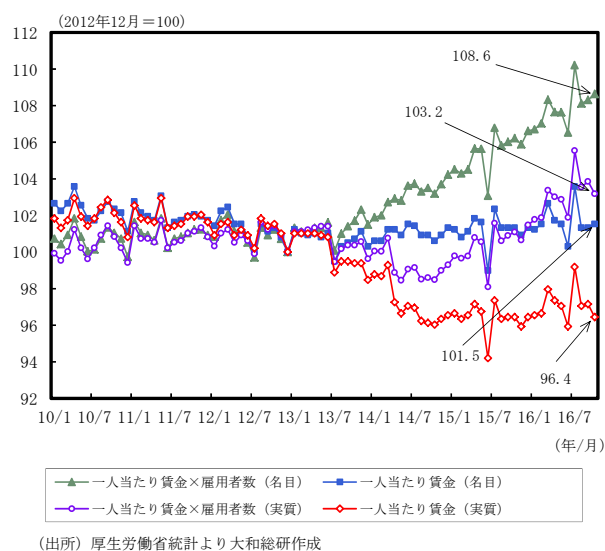
先行きの雇用・所得環境を展望すると、企業の労働需要が依然として旺盛であることから、雇員数の増加基調は維持される公算が大きい。加えて、労働需給のタイト化を主因とした賃金上昇圧力も継続するだろう。さらに、前年比で見た原油安と円高の進行が物価を当面下押しする見込みであり、この結果、実質賃金には上昇圧力がかかるとみている。こうしたマクロ的な所得環境の改善により、今後の個人消費は一定程度下支えされると見込まれる（なお、個人消費に関する詳細な分析については、熊谷亮丸他「第 191 回 日本経済予測（改訂版）＜訂正版＞」（2016 年 12 月 16 日）を参照されたい）。

図表 2：一人当たり賃金とマクロの賃金（前年比）



(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

図表 3：一人当たり賃金とマクロの賃金（水準）



(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

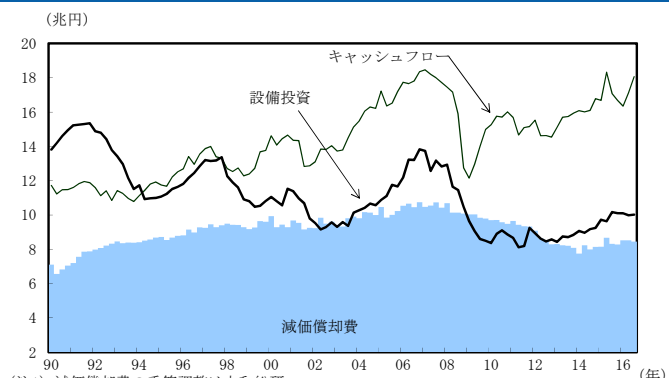
設備投資の先行きと収益構造に見られる課題

当社は、先行きの設備投資に関して、高水準の企業収益などを背景とする更新・改修投資が下支え役となり、緩やかな持ち直しの動きが継続すると見込んでいる。まず、**図表 4** は、法人企業統計ベースの設備投資、キャッシュフロー、減価償却費の推移を示している。設備投資は、リーマン・ショック後の急激な景気悪化を背景に、減価償却費を下回る水準まで大きく落ち込んだものの、2012 年半ば以降、緩やかな増加基調をたどっている。この背景としては、企業収益の改善によりキャッシュフローが増大してきたことに加え、金利が低下する中で、企業が設備投資を行いやすい環境になっていることが指摘できる。今後も企業収益は非製造業を中心に底堅く推移すると見込まれ、設備投資を下支えする要因となるだろう。

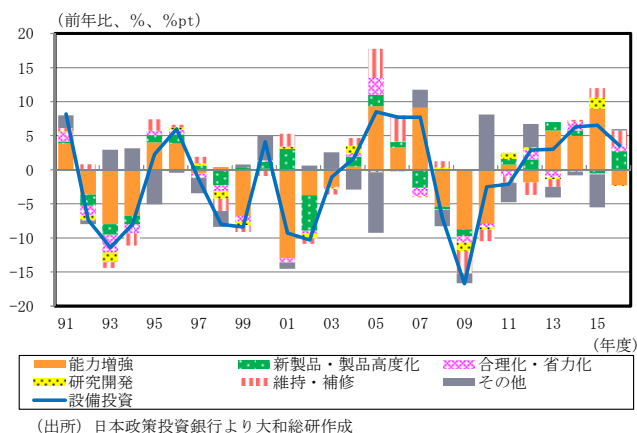
次に、日本政策投資銀行の調査を利用して、企業の「投資動機」を確認すると、2016 年度は、「新製品・製品高度化」、「維持・補修」のプラス寄与が目立っている（**図表 5**）。企業が高水準の企業収益を背景とした潤沢なキャッシュフローを活用して、これらの分野で投資を進めているものと解釈される。リーマン・ショック後の景気悪化局面において、企業が設備投資を大幅に抑制し、一部の生産設備の老朽化が進んだことも、企業の更新・改修投資を促す要因となっている。また、企業は中長期的な成長を見据えた設備投資を重視しているとみられる。人手不足を背景とする省人化・省エネ化投資や、生産性の向上および競争力の強化を目的とする製品開発投資なども期待される。

他方で、最近の設備投資の動向に関しては、好調な企業収益に比べて設備投資が思ったほどには伸びないという問題がしばしば指摘されている。企業収益の内訳項目と設備投資の相関関係を確認すると、「国内向け売上数量」と「輸出向け売上数量」は、設備投資との相関が強い。他方、「変動費」と「輸出向け産出物価」は、設備投資との相関があまり強くない。つまり、数量要因に起因する収益拡大は設備投資を増加させる効果が大きい一方、価格要因による収益拡大は設備投資の増加につながりにくいのだ。以上のことから、設備投資が「本格化」するか否かを占う上では、「国内向け売上数量」や「輸出向け売上数量」の増加がカギになるものと考えられる。

図表 4：設備投資とキャッシュフロー



図表 5：投資動機による設備投資の要因分解(全産業)



3. 企業の海外投資行動に見られる特徴と国内への波及効果

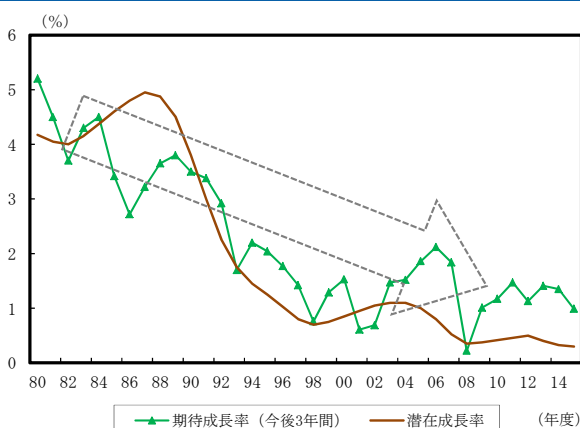
3.1 企業は海外に成長の活路を見出す

企業が海外展開を進める背景

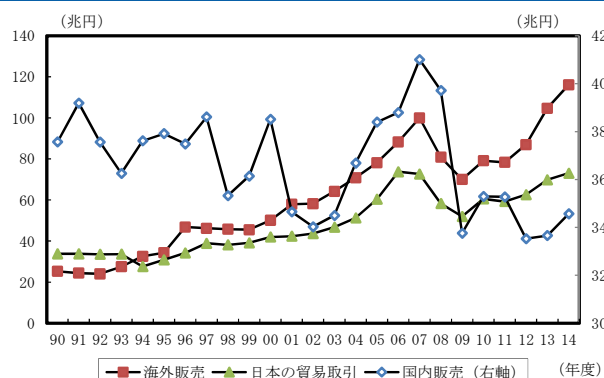
90年代以降、日本経済の成長率が低水準にとどまる中（**図表6**）、企業は海外展開に成長の活路を見出している。**図表7**は、製造業における売上高を「国内販売」「（第三国を含めた）海外販売」「日本の貿易取引（日本の輸出と海外現法からの輸入の合計額）」に分けたものであるが、国内販売が緩やかな減少傾向にある一方で、海外現地販売が拡大傾向をたどっている。国内・海外売上高合計に占める割合（2014年度）は、国内販売が65%、海外現地販売が22%、日本との貿易取引が14%となっている。企業の海外展開は、日本市場に向けた生産拠点というよりも、現地で作って現地や周辺国で販売する「地産地消」の意味合いが強いと言えよう。

この背景には、当然のことながら、日本経済と比べて海外経済の成長率が高いことがある。**図表8**は、日本GDPに対する海外GDPの比率（海外GDP÷日本GDP）を名目値と購買力平価ベースで示したものであるが、日本経済の低成長と海外経済の高成長によって、90年代以降は比率の上昇傾向が続いている。この傾向は今後も継続することが予想され、日本企業は海外事業のウエイトをより一層引き上げていくことになるだろう。

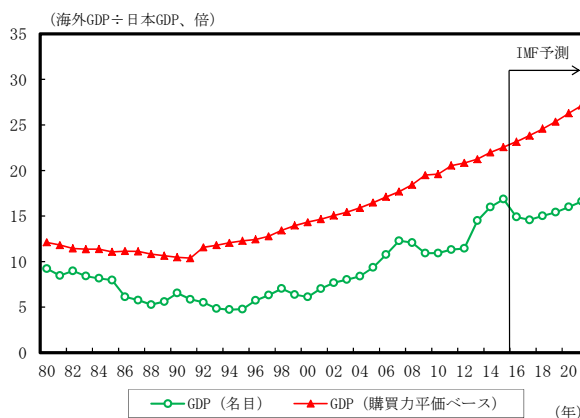
図表6：期待成長率と潜在成長率



図表7：製造業における国内・海外売上高の内訳



図表8：海外GDP vs. 日本GDP



企業はどこで稼いでいるのか？

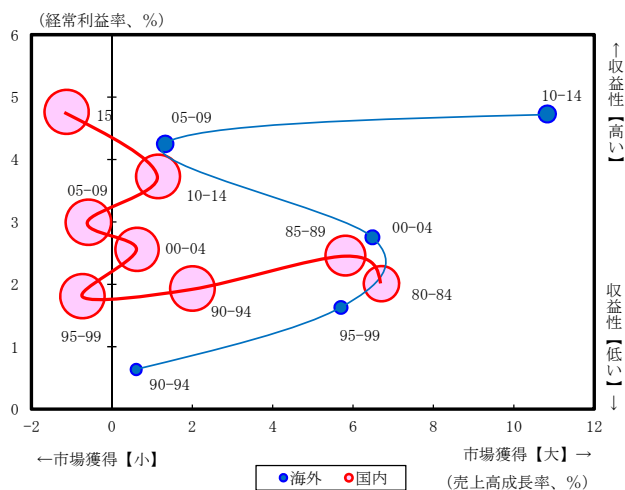
図表 9 は、国内法人と日本企業の海外現地法人のそれぞれについて、横軸に「売上高成長率」、縦軸に「経常利益率」を取ったものである。国内法人については、バブル崩壊以降に売上高の拡大ペースが大きく鈍化し、その後も成長ペースの回復は見られないものの、経常利益率が上昇しており収益性を高めていることが分かる。一方、海外現地法人については、2000年代以降、売上高成長率と経常利益率の両方で、常に国内法人を上回っており、高成長・高収益の事業基盤を確立している。

個別企業の経営計画においても、少子高齢化によって縮小する国内事業の収益性を高めると同時に、海外事業を成長ドライバーとして位置付けている企業が多数存在しており、その点はこのグラフからも確認できよう。

図表 10 は、海外事業の売上高成長率と経常利益率を地域別に示したものである。欧米と比べてアジア地域の成長性と収益性が高く、売上の割合も最も大きいことが確認できる。この要因としては、様々な業種でアジア市場が急激に拡大していることに加えて、文化的な親和性や物理的な距離の近さが海外進出の成功にプラスに作用していると考えられる。一方、収益性の向上こそ図られているものの、欧米の利益率水準は国内より必ずしも優れているわけではない。

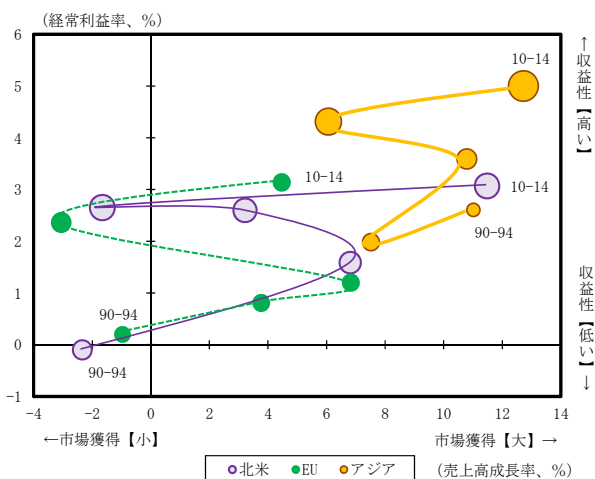
なお、海外事業のリスク要因は売上ボラティリティの高さであり、**図表 9** を見ると、海外事業の売上高成長率は乱高下しながら推移している。円換算した売上高は、為替変動によって大きく変動する可能性があり、加えて世界経済の不安定性が高まるときに円高が進行しやすいことも考慮すると、リーマン・ショックのような世界的な景気減速時には売上高成長率は大きく落ち込むことになるためだ。また、国内には大きな成長を見込めないながらも成熟市場として安定的な収益基盤があるのに対して、海外では相対的な市場シェアが必ずしも高くないので、事業の不確実性が大きいと考えられる。

図表 9：国内・海外における売上高成長率と経常利益率の推移



(注1) 経常利益率、売上高成長率は期間平均。
(注2) 丸の大きさは、売上高。
(出所) 財務省、経済産業省統計より大和総研作成

図表 10：欧米アジアにおける売上高成長率と経常利益率



(注1) 経常利益率、売上高成長率は期間平均。
(注2) 丸の大きさは、売上高。
(出所) 財務省、経済産業省統計より大和総研作成

日本企業の投資ポートフォリオ

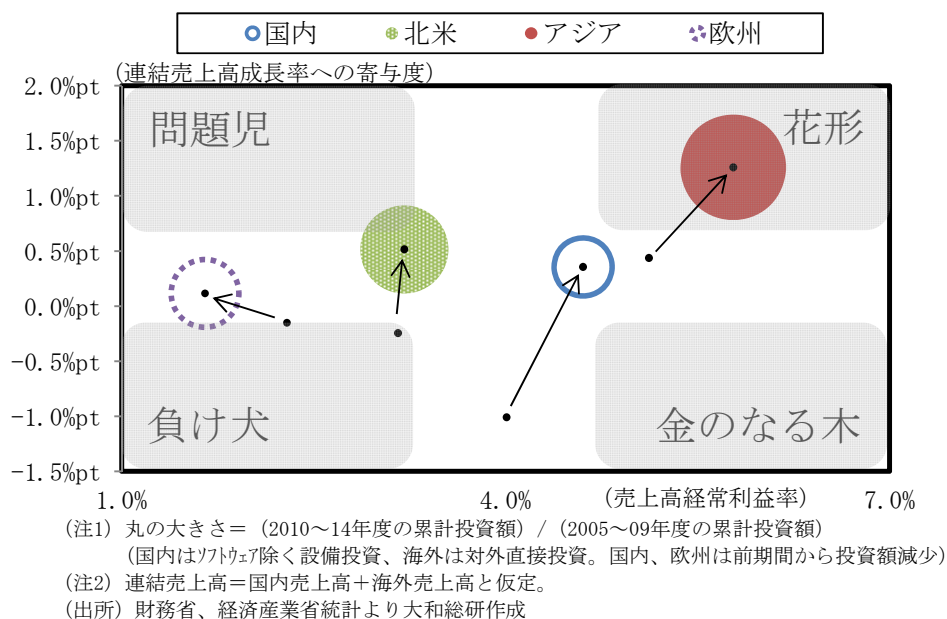
ここまで海外事業の成長性と収益性を見てきたが、国内と海外を合計した連結経営の視点で捉えた場合、日本企業はいかなる投資行動を取っているのだろうか。

図表 11 は、製造業における売上高経常利益率と連結売上高成長率への寄与度について、2005～09年度と2010～14年度の期間平均値を示したものである。これは「BCGマトリクス」という経営分析のフレームワークであり、収益率が高く市場成長も望める事業は「花形」、高収益率であるが市場成長が望みにくい事業は「金のなる木」、収益率は低い市場成長が望める事業は「問題児」、低収益率で市場成長が望みにくい事業は「負け犬」と呼ばれる。また、色のついた丸の大きさは2005～09年度から2010～14年度にかけての投資増加率であり、丸が大きい地域ほど企業が重点的に資源を配分してきたことを意味する。

まず明らかなのは、高成長・高収益の花形事業であるアジアに対して企業が重点的に投資を行う一方で、国内への投資を縮小させていることである。2010～14年度において国内の売上高成長率はプラスであるものの、長期的に市場が縮小していくのは不可避であり、国内で稼いだ収益をアジアに振り向けていくことが合理的な企業行動と言えよう。売上減少とコーポレートガバナンス・コードなどによる収益性向上への取り組みが同時に加速していくことを考えれば、今後も国内は「金のなる木」としての側面を強めていこう。生産機能としての設備投資が力強さを欠く中で、企業が研究開発投資やM&Aを増加させていることとも、この点は整合的といえる。

アジアに次いで北米における投資も拡大している。中国経済の減速懸念に加えて、トランプ大統領誕生により米国経済の先行きが注目される中、日本企業にとっては、北米における収益性を高めて「花形」事業に近づけることが期待される。また、リーマン・ショック以降、債務危機などにより低成長が続く欧州においては、日本企業も苦戦を強いられており、投資を縮小させている。

図表 11：（製造業）地域別の収益率・売上高成長率・投資増加率の推移（FY05～09→FY10～14）



3.2 企業利益の国内還流に伴う効果を検証する

実質 GDP に比べて堅調な推移を示す実質 GNI

ここまで見てきた企業の海外投資の効果をマクロ経済の視点から検証することにして。最初に、国内で生み出された実質 GDP（国内総生産）と、それに對外取引などを加えた実質 GNI（国民総所得）の動向を比較してみたい（**図表 12**）。ここでは、「実質 GNI＝実質 GDP＋交易利得・損失＋海外からの所得の純受取（実質）」という関係が成立している。なお、交易利得・損失とは、輸出物価と輸入物価の相対価格を示す交易条件の変化に伴う実質所得の増減のことである。

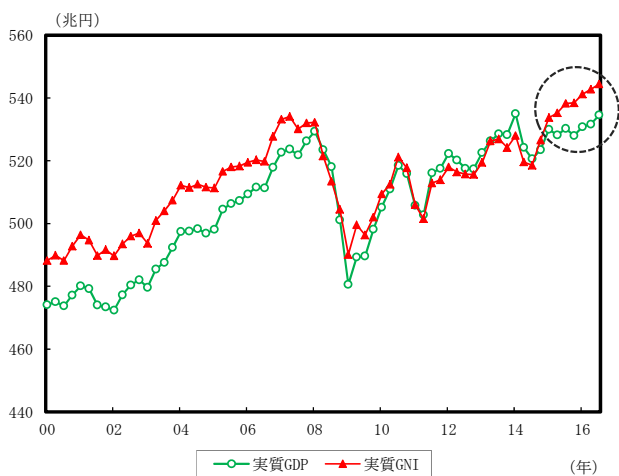
実質 GDP の推移を確認すると、日本経済が「踊り場」局面入りした 2015 年半ば以降、内需を中心に総じて冴えない推移が続いている。これは、家計の節約志向や企業の慎重姿勢を背景に、消費と投資の回復が力強さを欠いていることによるものである。他方で、実質 GNI は堅調な推移が続いており、この結果、足下で両者の乖離が大きくなっている。

ここで、2012 年末以降の実質 GNI の累積変化を寄与度分解することにより、両者に乖離が生じている背景を整理してみたい（**図表 13**）。まず、実質 GDP 要因の推移を確認しておく、アベノミクス開始後の景気回復を受けて押し上げに寄与している。ただし、2015 年に日本経済が「踊り場」局面入りした結果、この要因も横ばい圏での推移に転じている。

次に、交易利得・損失要因は、資源価格の上昇を背景に 2014 年前半まではマイナス幅が拡大していた。しかし、2014 年の夏場以降に原油を中心とする資源価格が大きく下落し、輸入物価が大幅に低下すると、日本の交易条件が大きく改善して徐々にプラス方向へと転換した。足下では、大きなプラス寄与を示しており、実質 GDP と実質 GNI の乖離につながっている。

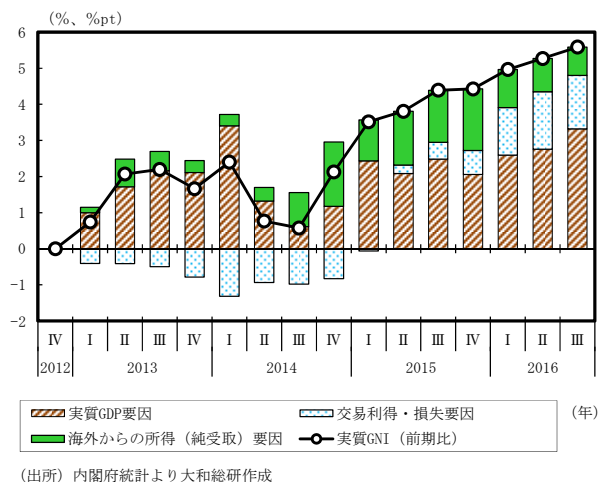
また、海外からの所得（純受取）要因は、振れを伴いつつ継続的にプラスに作用していることが確認できる。この背景としては、企業の海外投資の進展に伴い、海外現地法人からの所得が国内還流していることが挙げられる。ただし、2015 年末以降の円高進行を受けて、円ベースの所得受取額が鈍化しており、足下でプラス寄与が縮小している点には留意が必要だ。

図表 12：実質 GDP と実質 GNI



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

図表 13：実質 GNI 変化率の累積寄与度



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

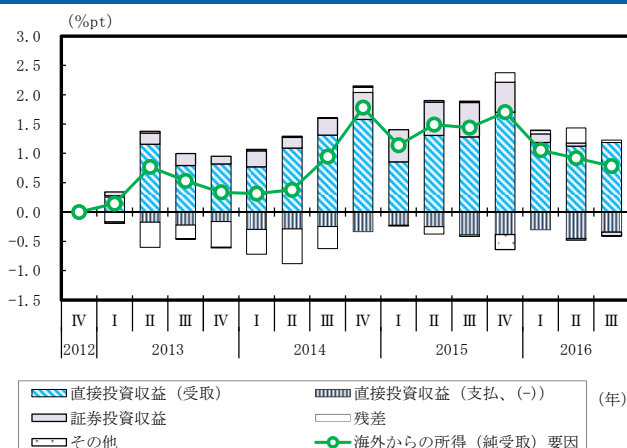
企業の直接投資収益が実質 GNI を押し上げ

ここからは、企業の海外投資に伴う収益構造を分析することにしよう。海外からの所得（純受取）要因の内訳を見ると、直接投資収益の受取が大きく押し上げに寄与していることが分かる（**図表 14**）。これは、日本企業による海外現地法人設立や現地企業の買収などに伴い、企業の海外利益と利益率が拡大していることや、円安効果を反映したものである。

直接投資収益（受取）要因の内訳を確認すると、2012 年秋以降の円安進行を背景に直接投資残高要因（うち為替変動）の押し上げ寄与が大きい（**図表 15**）。2015 年末以降の円高進行を受けて、この要因のプラス寄与が縮小傾向に転じている点には注意が必要であるものの、依然として大きなウェイトを占めている。また、収益率要因も振れを伴いながらもプラスに寄与しており、企業の「稼ぐ力」が海外で高まっている様子がうかがえる。

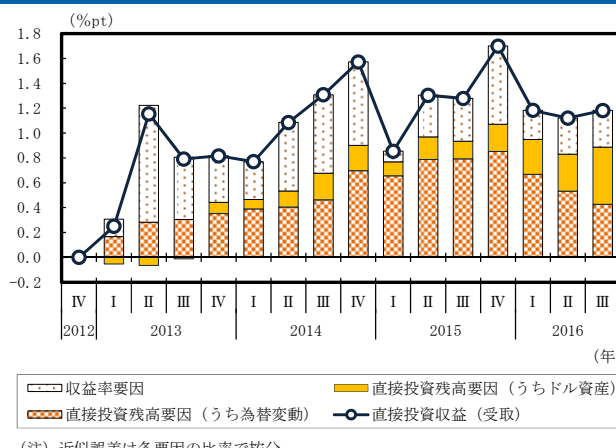
加えて、企業の海外投資の進展を背景に、直接投資残高要因（うちドル資産）のプラス寄与が着実に増加している点が注目される。前述したように、日本企業は、期待成長率や潜在成長率の停滞などを背景に国内での設備投資に対して慎重姿勢を維持しており、名目設備投資対 GDP 比も横ばい圏で推移している（**図表 16**）。しかし、企業の海外展開を受けて対外直接投資対 GDP 比は上昇しており、このことが直接投資収益（受取）の増加につながっている。

図表 14：海外からの所得（純受取）要因の内訳



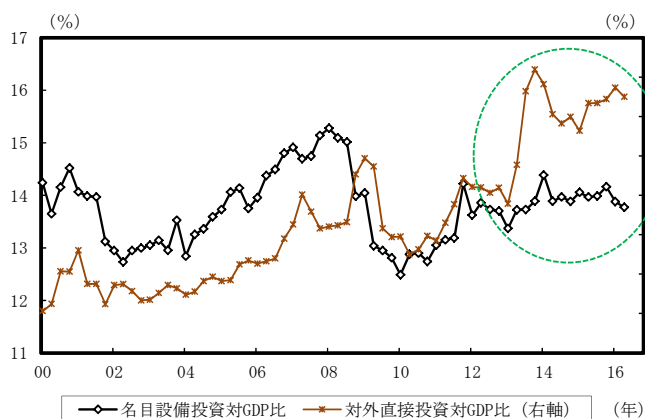
(出所) 内閣府、財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 15：直接投資収益（受取）要因の内訳



(注) 近似誤差は各要因の比率で按分。
(出所) 内閣府、財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 16：名目設備投資・対外直接投資対 GDP 比



(注) 対外直接投資は大和総研による季節調整値、3MA。
(出所) 内閣府、財務省、日本銀行統計より大和総研作成

3.3 海外利益の国内還流が個人消費を 2.4 兆円押し上げ

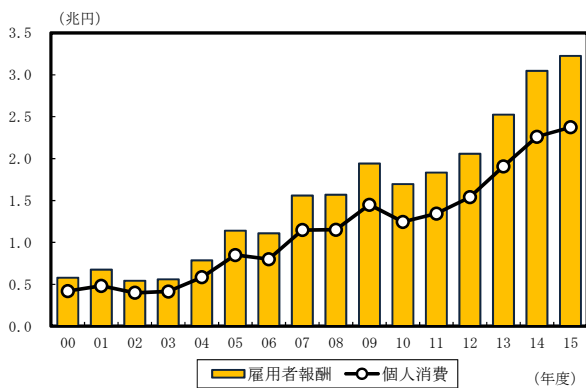
実質 GNI と実質 GDP は両者が相互に依存しており、企業の海外投資に伴う収益拡大によって実質 GNI が増加し、その利益を国内に還流させることで実質 GDP を押し上げる効果が期待される。具体的な波及経路としては、①海外利益の国内還流分を労働者に分配することを通じて雇用者報酬が増加する、②雇用者報酬の増加を受けて個人消費が押し上げられる、という 2 段階の経路が指摘できる。

ここで、海外利益の国内還流による雇用者報酬と個人消費の押し上げ効果を試算しておきたい。具体的には、海外利益の還流を示す「配当金・配当済支店収益（受取）」に、労働者に対する利益配分割合である「労働分配率」を乗じることで、雇用者報酬の押し上げ効果が試算できる。そして、この値に、家計の所得に対する消費の割合を示す「平均消費性向」を乗じることによって、消費の押し上げ効果が得られる。

図表 17 が、雇用者報酬と個人消費の押し上げ効果の推移を示したものである。企業の海外投資の増加に伴い、両者とも 2000 年代半ば以降に増加基調となり、その後 2008 年のリーマン・ショック後に一旦鈍化したものの、2013 年度以降は再び増加ペースが速まっている。2015 年度の実績値に基づく、海外利益の国内還流による押し上げ効果は、雇用者報酬が 3.2 兆円、名目個人消費が 2.4 兆円程度と試算される。結果については、幅を持ってみる必要があるものの、企業の海外投資の増加が国内経済に対してもプラスに作用していると評価できよう。

ただし、この効果については、企業の利益配分方針と家計の消費行動に依存する点に留意が必要である。例えば、企業の慎重姿勢によって労働者の賃上げが進まない場合や、家計の節約志向で個人消費が低迷する場合には、押し上げ効果が減殺されることになる。そこで、2015 年度の複数のシナリオを示したのが図表 18 である。この図表からも分かるように、基本シナリオに比べて労働分配率と平均消費性向がかなり低い場合でも、個人消費を一定程度押し上げる効果が期待される。

図表 17：海外利益還流による押し上げ効果



(注1) 雇用者報酬の押し上げ効果は、「配当金・配当済支店収益（受取）」に1億円以上規模の企業の労働分配率を乗じたもの。ただし、ここでは分母に、営業外収益を加算して修正している。

修正労働分配率 = 人件費 ÷ (付加価値 + 営業外収益)。

(注2) 個人消費の押し上げ効果は、雇用者報酬の押し上げ効果に平均消費性向（勤労者世帯、農林漁家含む）を乗じたもの。

(出所) 財務省、総務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 18：海外利益還流による消費押し上げ効果の複数シナリオ（2015年度、兆円）

		修正労働分配率 (%)								
		44	46	48	50	52	54	56	58	60
平均消費性向 (%)	66	1.81	1.89	1.97	2.06	2.14	2.22	2.30	2.38	2.47
	68	1.86	1.95	2.03	2.12	2.20	2.29	2.37	2.46	2.54
	70	1.92	2.01	2.09	2.18	2.27	2.35	2.44	2.53	2.62
	72	1.97	2.06	2.15	2.24	2.33	2.42	2.51	2.60	2.69
	74	2.03	2.12	2.21	2.30	2.40	2.49	2.58	2.67	2.77
	76	2.08	2.18	2.27	2.37	2.46	2.56	2.65	2.75	2.84
	78	2.14	2.23	2.33	2.43	2.53	2.62	2.72	2.82	2.91
	80	2.19	2.29	2.39	2.49	2.59	2.69	2.79	2.89	2.99
	82	2.25	2.35	2.45	2.55	2.66	2.76	2.86	2.96	3.06

(注) 赤で囲んだ箇所が2015年度の実績値に基づく基本シナリオ。

(出所) 財務省、総務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 19 : 日本経済・金利見通し

	(予) →					(予) →				
	2015.10-12	2016.1-3	4-6	7-9	10-12	2017.1-3	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	-1.8 1.1	2.8 0.4	1.8 0.9	1.3 1.1	1.2 1.8	1.5 1.4	-0.4	1.3	1.3	0.9
経常収支 (季調済年率、兆円)	19.2	19.9	18.5	19.6	20.4	20.8	8.7	18.0	20.1	22.5
失業率 (%)	3.3	3.2	3.2	3.0	3.1	3.0	3.5	3.3	3.1	3.0
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2015=100) [前年比%]	-0.1	-0.1	-0.4	-0.5	-0.2	0.5	2.8	-0.0	-0.2	0.5
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.29	-0.01	-0.15	-0.12	0.04	0.10	0.46	0.26	-0.03	0.10

(注) 予測値は原則として大和総研・第191回日本経済予測 (改訂版) <訂正版>による。

(出所) 各種統計より大和総研作成